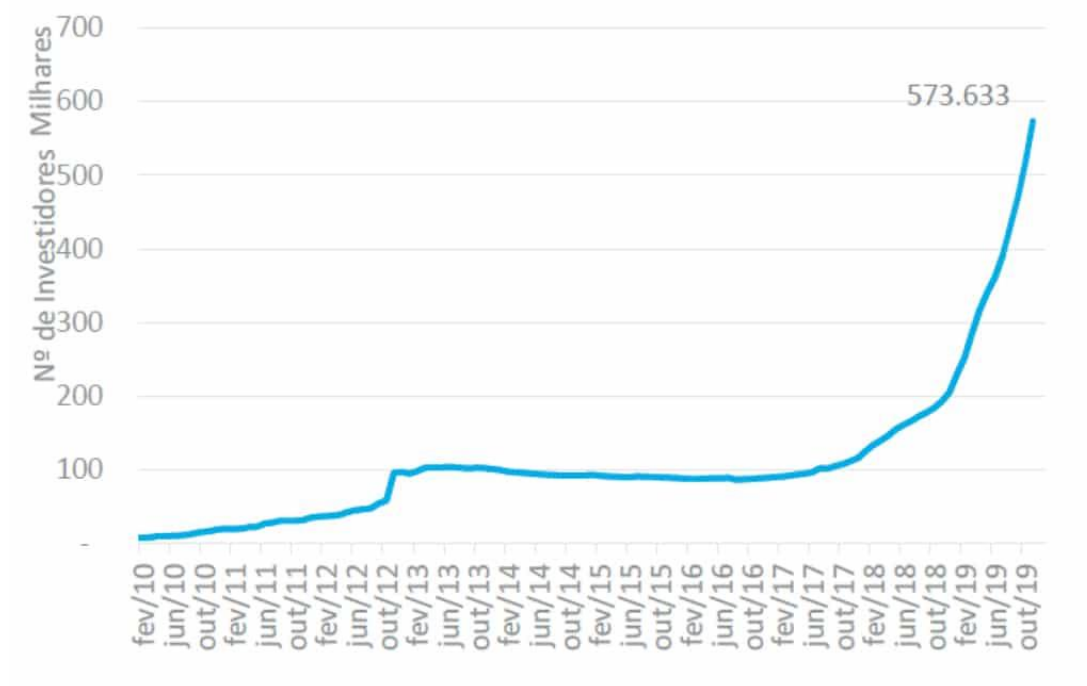
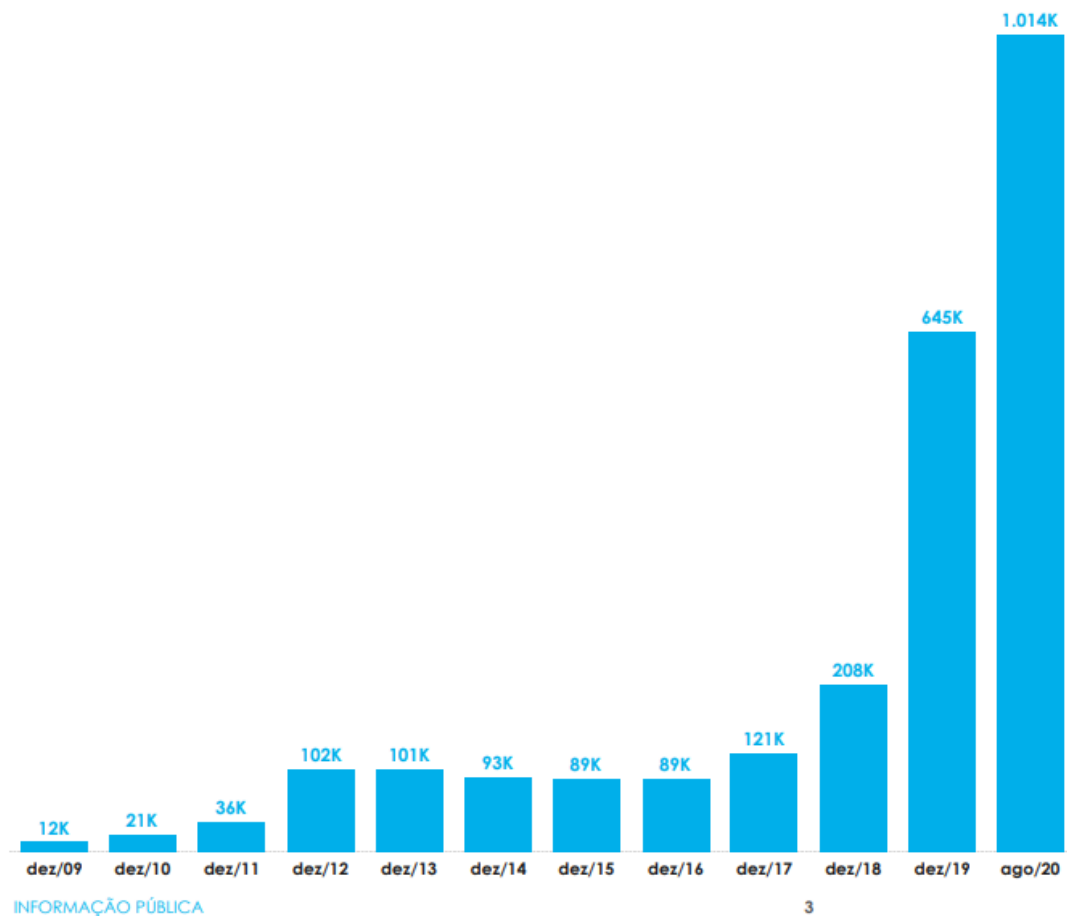
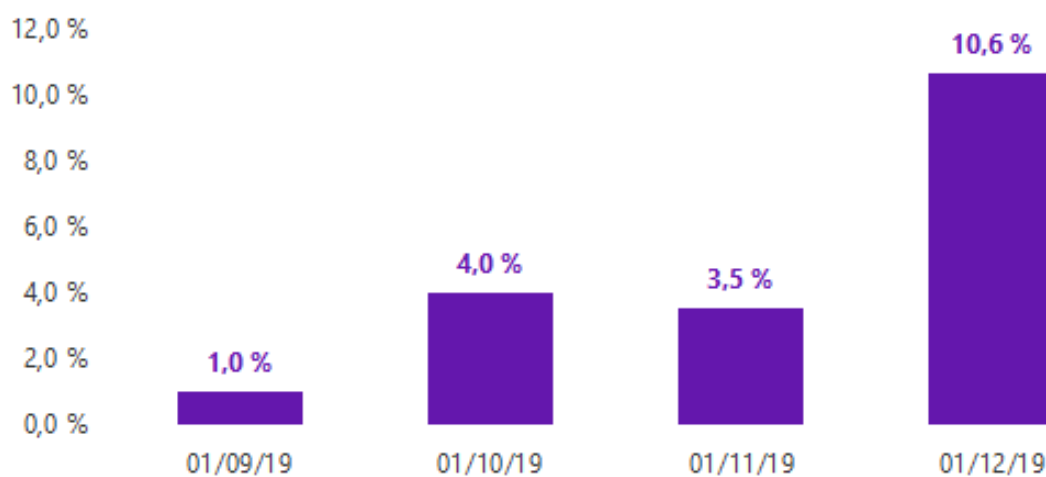
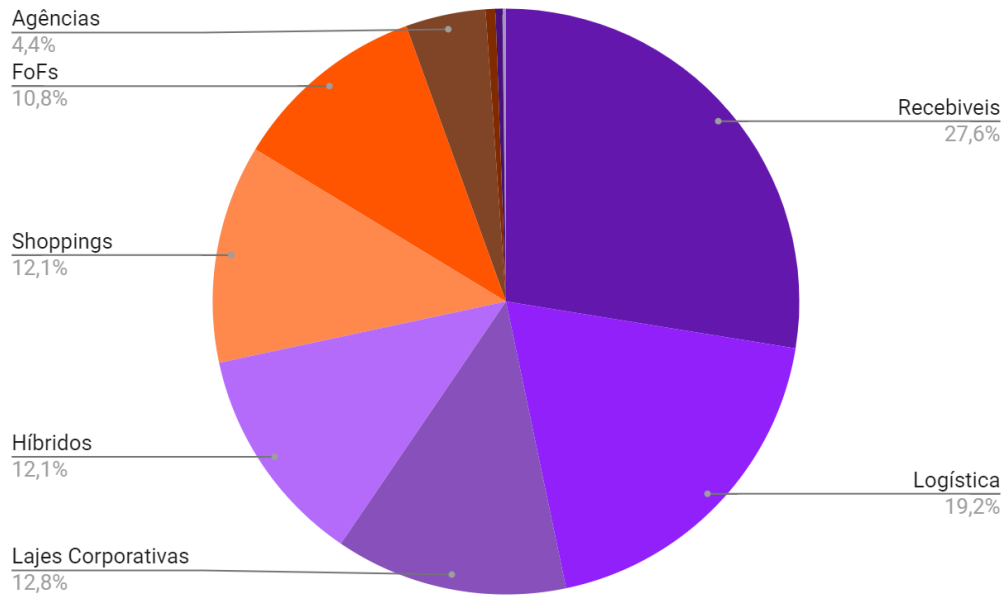
O ano de 2020 começou negativo para os Fundos Imobiliários (FIIs). Mesmo antes da propagação da Covid-19 para fronteiras além da China, o IFIX já sofria uma pequena correção. Na época, muito se falou, na internet, de uma possível bolha no mercado imobiliário e da descorrelação dos preços entre os ativos e os valores dos imóveis. Aqui, na Levante, porém, não acreditávamos nisso. É claro que alguns abusos nos preços aconteceram, principalmente devido à migração maciça de investidores pessoa física para ativos de risco – lembremos: os Fundos Imobiliários são (e devidamente foram) a porta de entrada para esse movimento. Como vocês podem ver no gráfico abaixo, o número de CPFs operando FIIs na Bolsa explodiu em 2019, conforme gráfico abaixo.

Fonte: B3

Esse número não parou de subir em 2020, o que reforça nossa visão.

Fonte: B3

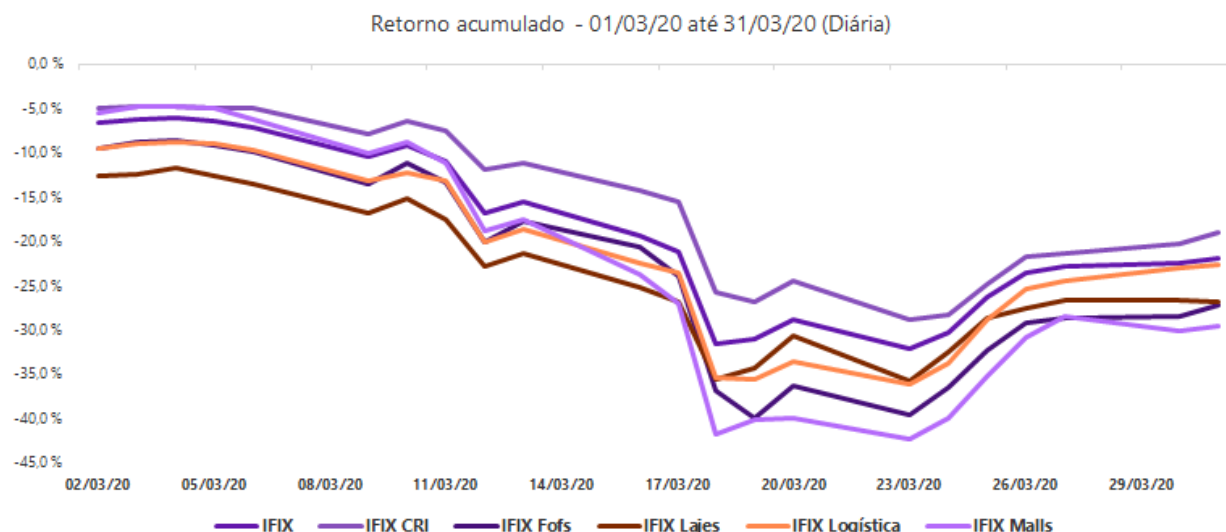
Além disso, em 2019, junto a essa explosão de CPFs, vimos uma valorização sem precedentes do IFIX.

Fonte: Quantum Axis | Elaboração: Levante Ideias de Investimentos

Configuração do IFIX em setembro de 2020

Fonte: Quantum Axis | Elaboração: Levante Ideias de Investimentos

É claro que, após uma subida tão forte, um movimento de correção era esperado. E ele acabou acontecendo no mês de janeiro deste ano, com todas as classes de FIIs – sem exceção – caindo. Porém, naquela época, os Fundos de Shoppings foram os que menos “apanharam”, uma vez que eram considerados ativos mais resilientes e com melhores perspectivas, já que a retomada da economia ainda estava no radar dos investidores e os shoppings seriam muito favorecidos pelo aumento do emprego e da renda.

Aqui, uma pequena pausa para explicação: os rendimentos que os Fundos de Shoppings recebem advêm basicamente dos aluguéis pagos pelos lojistas (existem outras fontes de receita, como estacionamento, porém as principais são os aluguéis), e esses alugueis são divididos em parcelas variáveis (que variam conforme as vendas), além de uma parcela fixa. Com maior renda e emprego, as perspectivas eram positivas. No mês, uma carteira simulada com os FIIs de Shoppings caiu 1,9%, ante 3,8% do IFIX. Os setores de Lajes Corporativas (-8,9%) e Logística (-6,4%) apresentaram as maiores quedas.

Logo veio a quarentena da Covid-19, que trouxe consigo o fechamento de shoppings, a adoção do *home office* e a aceleração do comércio eletrônico em uma velocidade surpreendente. Nesse cenário, em um primeiro momento, nenhuma classe de FIIs teve performance destacada, já que, no pânico, nem as teses de investimento que parecem ser ganhadoras escapam da venda. No gráfico abaixo, podemos ver a performance das classes de ativos no mês de março.

Fonte: Quantum Axis | Elaboração: Levante Ideias de Investimentos

No entanto, apesar de a classe inteira de FIIs ter sofrido, podemos perceber que os shoppings já começaram, ainda naquela época, a ser mais penalizados. A classe de Fundos de Fundos também teve uma performance um pouco pior, já que a maioria dos gestores estava confiante na tese de investimento de shopping centers e, assim, tinha posições relevantes neles antes da Covid-19.

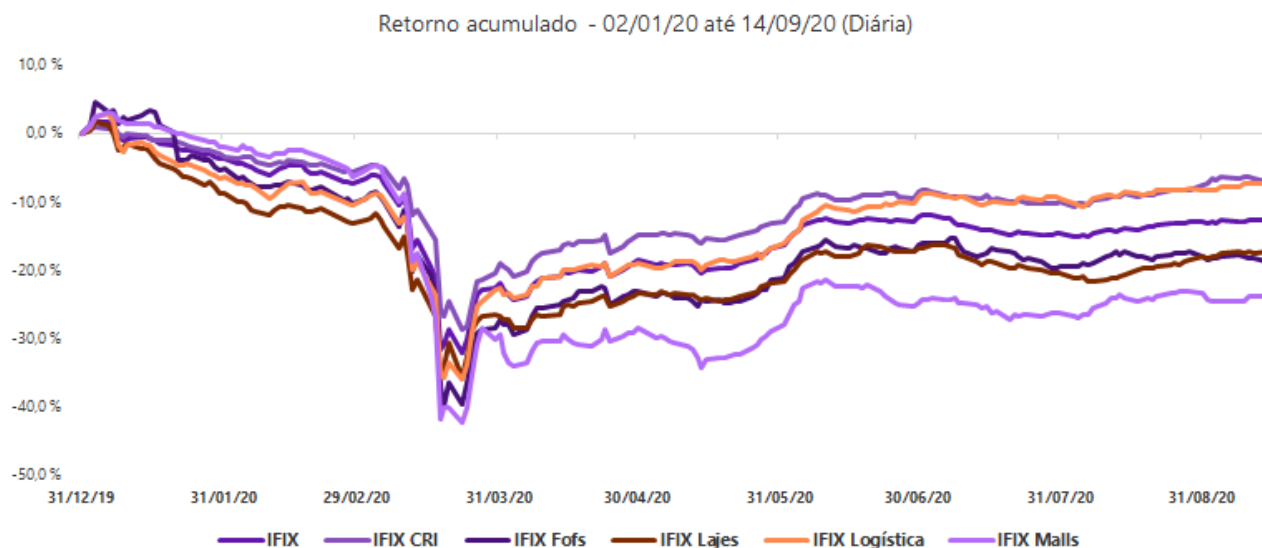
E então, após o pânico se dissipar – e com uma boa dose de injeção de liquidez nos mercados –, foi possível começar a trabalhar com diferentes cenários de recuperação. A atenção dos investidores aos dados de alta frequência, que indicavam que, apesar da situação de incerteza generalizada, as empresas de Varejo Eletrônico estavam conseguindo manter suas vendas, acarretou o início da recuperação dos Fundos de Logística. Tal fenômeno inclusive gerou um apelido carinhoso para a região de Cajamar (para quem não é de São Paulo, Cajamar é uma cidade próxima de São Paulo com fácil acesso às principais rodovias que ligam a cidade): a Faria Lima dos Galpões.

Outra classe de ativos que teve destaque foi a dos Fundos de Recebíveis, por ser uma classe que acreditamos ser resiliente e por ter uma distribuição de dividendos relevante – que acaba chamando atenção de investidores.

Os shoppings e as lajes corporativas, como era de se esperar, foram as classes que mais sofreram nesse período.

A adoção do *home office*, com um sucesso que muitos não esperavam, trouxe para a mesa a discussão sobre se o atual desenho corporativo faz sentido ou não. Em outras palavras, se é necessário o mesmo número de metros quadrados de lajes para comportar as atividades das empresas que eram necessários antes. Para "atrapalhar" ainda mais o segmento, foi criada uma imagem romântica dos pontos positivos de trabalhar em casa - e de como isso aumentou a produtividade de todos os tipos de atividades.

Já o setor de shopping centers sofreu uma tempestade perfeita. Os ativos ficaram fechados durante a maior parte da quarentena, para tentar controlar a pandemia, e viram a explosão do varejo eletrônico trazer sérios questionamentos sobre o seu modelo de negócio.

Abaixo, podemos ver o desempenho das diferentes classes de fundos por tipo de ativo durante o ano de 2020, lembrando que as definições de classes de Fundos Imobiliários foram elaboradas por nós, da Levante.

Fonte: Quantum Axis | Elaboração: Levante Ideias de Investimentos

O que esperar dos Fundos Imobiliários no pós-pandemia?

Vamos começar primeiro com o que é mais fácil. Os Fundos de Logística e de Recebíveis (CRIs) continuam sendo os menos arriscados e com perspectivas de retornos (dividendos) mais previsíveis no curto/médio prazo.

As duas classes são as classes de ativos que possuem como parte de seu patrimônio o maior percentual de rendimentos contratados. Os CRIs têm prazo de duração de normalmente 10 anos e os ativos de Logísticas, possuídos pelos Fundos, têm, normalmente, percentual relevante de contrato atípico (contratos com prazo de 10 anos e multas com valor remanescente). Além disso, essas são as duas classes de FIIs que sofreram menos com a pandemia da Covid-19.

Logística: aceleração de tendências seculares

Os fundos logísticos normalmente têm como seus locadores grandes grupos de varejo no Brasil. Dentro dessa categoria, temos os principais conglomerados de Varejo Eletrônico (Via Varejo, Magazine Luiza, B2W e Mercado Livre), além de outras grandes empresas que, apesar de terem enfrentado problemas de receita durante a pandemia, têm uma situação de balanço muito tranquila – o que possibilitou que os aluguéis continuassem sendo honrados. Outro ponto positivo para esses ativos de logística foi que, com a pandemia, projetos de expansão do comércio eletrônico foram acelerados. Isto significa que a demanda por centros de distribuição perto de capitais e/ou nós de ligação com rodovias continua bastante aquecida.

É importante, porém, fazer aqui uma ressalva: estamos confortáveis com o desenvolvimento do setor de galpões logísticos e acreditamos que ainda exista bastante espaço para seu desenvolvimento. Contudo, o ciclo de desenvolvimento para galpões é curto (entre 6-9 meses); e, além disso, caso exista um *boom* de novas obras, podemos ter um excesso de oferta, o que pode empurrar os aluguéis para baixo. Esse risco é maior quanto maior for o percentual dos aluguéis recebidos pelo fundo na modalidade de contratos típicos (contratos de locação normais).

A Levante tem recomendação de compra aberta para um Fundo de Logística, o XP Log (XPLG11), com preço máximo de entrada definido em R$ 131,75.

Condomínio Logístico Multimodal - XPLG11 / Fonte: RI do Fundo

Fundos de Papel: cuidado ao escolher seu gestor

Os Fundos de Papel – que, no fim das contas, são fundos de crédito especializados na aquisição de recebíveis imobiliários – também têm uma situação confortável no curto/médio prazo. Isto porque a grande maioria dos ativos de crédito que eles possuem tem prazos de investimento mais longos e também são ativos estruturados com uma série de garantias, as quais mitigam o risco de não recebimento dos valores devidos no caso de as operações darem *default* (ficarem inadimplentes).

Hoje, existem basicamente 2 tipos de lastro para CRIs: os Corporativos, que podem ser lastreados em contratos de aluguéis firmados entre o proprietário do imóvel e uma empresa com risco de crédito razoável (normalmente, os contratos de aluguéis são da modalidade atípica) ou por títulos de dívidas de incorporadoras – que irão utilizar os recursos para desenvolver empreendimento; e os Pulverizados, que podem ser lastreados em contratos de compra e venda residências e/ou comerciais (apartamentos, loteamentos, cotas de multipropriedades etc.).

Então, como vocês podem ver, existem muitas alternativas de lastro para operações de CRI, cada uma com suas especificidades e seus riscos intrínsecos. Entretanto, independentemente do lastro, a finalidade dos CRIs é adiantar o fluxo de recebíveis para quem está cedendo esses recebíveis. É uma ferramenta concorrente dos financiamentos bancários, inclusive do Plano Empresário.

Existem diversas estruturas possíveis que podem ser desenhadas. Contudo, conforme o mercado se desenvolve, certas características dos títulos são padronizadas. Isto, em suma, auxilia e acelera os processos de decisão de investimentos dos principais *players* do mercado.

É importante ficar atento à qualidade do gestor que está decidindo quais CRIs estão na carteira de seu Fundo de Papel, pois, apesar de as operações serem estruturadas e contarem com diversas garantias, se a origem dos créditos que lastreiam a operação for ruim, não existe garantia que salve a operação.

Shoppings: fundamentos de longo prazo inalterados

O fechamento dos shopping centers no País, como era esperado, trouxe um resultado ruim para a classe no segundo trimestre, com queda forte de receita de estacionamentos e crescimento de inadimplência de lojistas. Nessa onda, veio à tona novamente a possível migração dos consumidores para o *e-commerce*, o que minaria o movimento dos shoppings (como tem ocorrido nos EUA), alimentando a onda de pessimismo frente ao setor no Brasil.

Mas a dinâmica no Brasil é muito diferente da norte-americana. Isso se deve ao número muito inferior de shoppings por aqui, os quais têm presença geográfica predominante em centros urbanos com grande concentração populacional e renda per capita média mais elevada. Além disso, o *e-commerce* vem favorecendo os shoppings nesses centros urbanos, utilizando-os como centros de coleta e distribuição e aumentando a proximidade com o consumidor final.

Os hábitos dos brasileiros em relação aos shoppings também devem alterar pouco após o isolamento, com os locais sendo utilizados cada vez mais como centros de lazer, entretenimento, alimentação e serviços do que simplesmente centros comerciais – além disso, há também a questão da segurança física proporcionada aos consumidores.

Em relação aos resultados recentes, os fundos fizeram um trabalho intenso de prover descontos e adiamentos de mensalidades e facilitar a permanência do lojista, com queda nula ou ínfima na taxa de ocupação. Essa decisão, apesar de comprometer o fluxo de caixa no curto prazo, condiz com o modelo de negócios do setor, voltado para prazos mais longos, com contratos de locação com duração média de 5 anos, acrescidos de um bom sortimento de marcas. Tudo isso faz com que a recente parada nas operações tenha efeito limitado no valor intrínseco dos ativos e, consequentemente, no valor dos fundos como um todo.

Assim, os shoppings que conseguirem, em conjunto com seus lojistas, otimizar o fluxo de movimentação de estoques e entregadores para alimentar esse novo ecossistema devem ter vantagem no setor. Além disso, aqueles que aumentarem o leque de experiências para seus usuários serão os grandes vencedores nos próximos anos.

Shoppings bem localizados, ou seja, próximos de grandes centros urbanos e que consigam integrar de maneira eficiente o fluxo de vendas online e offline, serão ganhadores no novo normal.
Aqui, é necessário ter muita atenção, pois os shoppings que têm bons ativos, ou seja, com os 3 “L’s” de avaliação de ativos imobiliários (Localização, Localização e Localização), conseguirão sair mais fortes da crise.

Shopping Cidade Jardim - XPML11 / Fonte: Divulgação

Lajes Corporativas: a história do *home office* não é para todos

Com o fechamento dos escritórios, a narrativa passou a ser sobre como o *home office* iria funcionar, já que a grande maioria das empresas relutava em deixar seus funcionários trabalharem de casa.

Porém, logo nas primeiras semanas, lives, reportagens, artigos e diversas mídias noticiaram que a transição para o *home office* havia sido um sucesso e que as empresas notaram que a produtividade era maior com seus funcionários trabalhando em casa em comparação com quando eles trabalhavam no escritório. A história era linda: menos trânsito, menos *stress* e mais tempo com a família eram os temas trazidos à mesa para ressaltar o aumento de produtividade.

Algumas empresas, entretanto, perceberam que a história não é bem essa. Assim, após meses com seus funcionários trabalhando em suas casas, tais empresas já planejam uma volta segura para o trabalho dentro do escritório. A grande questão, no momento, é garantir uma volta segura a seus funcionários, e não se eles irão ou não voltar. Não é uma questão de “quando”, porém de “como”.

O “como” será interessante e fundamental para o desenvolvimento de teses voltadas para as lajes corporativas, pois certamente o modelo adotado atualmente mudará. Ou seja, escritórios com a maior concentração possível de funcionários por m² estão fora de cogitação. As novas tendências serão de escritórios mais espaçados, com os funcionários mantendo uma distância maior entre si.

Caso essa tendência se confirme, acreditamos que o mercado de lajes corporativas irá sofrer muito pouco, principalmente nos endereços mais cobiçados, pois acreditamos que a demanda por lajes continuará em níveis altos (ou pelo menos estáveis), impossibilitando um aumento muito grande de vacância e diminuindo o poder de barganha dos inquilinos.

É bem verdade que, nesses anos, esperávamos que a força nas negociações mudasse para os proprietários, já que, após anos de excesso de imóveis desocupados, esse cenário havia começado a mudar, então aumentos relevantes nos preços do aluguel por metro quadrado estão descartados. Porém, nos fundos que acompanhamos, a vacância teve pequena variação positiva. Ainda, sabendo que a oferta de novas lajes é pequena, pelo menos nos pontos mais cobiçados da cidade de São Paulo, não acreditamos em pressão para grandes descontos.

Resumo da Ópera: para os imóveis que respeitam os três “L’s” de ativos imobiliários, a pressão deve ficar mais no preço dos ativos negociados em Bolsa do que na diminuição de renda auferida por eles.

Edifício *Bela Paulista - KNRI11 / Fonte: RI do Fundo*

Um abraço e até breve,

Equipe Levante

O relatório especial 'Fundos Imobiliários: o cenário pós-pandemia' foi produzido pela equipe responsável pela estratégia de investimentos Fundos Imobiliários, disponível na plataforma da Levante.

Ao passar a fazer parte da série, conduzida pelo analista de investimentos Felipe Bevilacqua, você encontrará:

- Duas estratégias coordenadas: (i) SAFE YIELD, com foco em renda extra, e (ii) VALOR, com o objetivo de gerar altos retornos;
- Relatórios quinzenais explicando o desempenho e o racional de cada um dos ativos recomendados;
- Guia 'Como Abrir uma Conta em Corretora'
- 'Guia dos Fundos Imobiliários'
- E-mail exclusivo para tirar suas dúvidas
- Acesso ao treinamento 'Primeiros Passos do Grande Investidor'

A série Fundos Imobiliários sai por 12x de R$ 21,90 na loja da Levante.

No entanto, esse relatório especial traz um desconto para quem se interessou pelo tema.

Quem assinar por esse link, pagará apenas 12 x de R$ 14,90 por um ano de acesso a um conteúdo especializado e atualizado sobre Fundos Imobiliários.

+++LIBERAR ACESSO À SÉRIE FUNDOS IMOBILIÁRIOS +++

Tem mais. Caso você considere que a série não esteja adequada às suas estratégias de investimento, você poderá cancelar a assinatura sem nenhum custo em até 15 dias – inclusive já deixei todos avisados aqui que vamos te devolver as 12 parcelas, ok?

Ou seja: você pode entrar, ver todos os ativos e, se achar que é o caso, pedir o cancelamento. Sem qualquer burocracia.

+++LIBERAR ACESSO À SÉRIE FUNDOS IMOBILIÁRIOS +++

DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado pela Levante Ideias de Investimento e o uso é exclusivo de seu assinante, estando protegido pela Lei de Direitos Autorais. Este conteúdo não pode ser reproduzido, copiado ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Este documento tem como objetivo somente informar os leitores e não tem a finalidade de assegurar, prometer ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para os leitores. O documento não tem o cunho de ofertar, negociar, comercializar ou distribuir títulos ou valores mobiliários ou qualquer outro instrumento financeiro.

As decisões de investimentos devem ser realizadas pelo próprio leitor.

O analista responsável poderá esclarecer dúvidas de seus leitores através de vídeos ou relatórios que serão enviados simultaneamente aos assinantes, mantendo e garantindo a isonomia de informações.

As informações deste relatório foram baseadas em fontes públicas e consideradas fidedignas na data de publicação, e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação com respeito a tal mudança.

Nos termos do artigo 21 da ICVM 598/2018, os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista Felipe Bevilacqua se declara inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Os valores mobiliários não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.